

视源股份 (002841)

—液晶显示板卡龙头，积极拓展交互智能平板下游应用

投资评级 增持 评级调整 首次推荐 收盘价 74.47 元

投资要点：

- 1、根据是否智能电视，其所用的液晶显示板卡也有智能和非智能之分，公司在非智能液晶显示板卡已经做到行业第一，市场占有率是 27.5%，全球只有三家公司（三星、LG、索尼）非公司客户，韩系两家公司均采用自制板卡，从专业分工和成本控制的角度，未来公司产品有较大可能进入到这些客户，其中 LG 已经开始向外少量采购这一产品，公司非智能液晶显示板卡市场占有率未来会进一步提升。
- 2、公司 2016 年智能液晶显示板卡销量占总销量的 10%，而根据中怡康的数据，智能电视零售量的渗透率早在 2015 年就已经达到 72.3%，我们认为两个数字之间相差甚远的主要原因在于：前期智能电视主要是由互联网品牌推广，传统的电视品牌厂商反应稍显迟缓，而视源股份的客户只要是后者，同时视源股份的财务政策偏谨慎。目前传统电视厂商也在积极推出智能电视，公司不存在被非智能电视客户绑定的情况，而且公司专注于产品设计与销售，凭借其之前和下游客户的合作关系，未来智能液晶显示板卡销量有望快速提升。根据公司竞争对手的数据，智能电视和非智能电视主板在 2015 年的均价分别是 219.5 元/73.5 元，智能液晶显示板卡份额的提升有助于增加公司销售额。
- 3、交互智能平板领域，公司针对教育和会议分别推出了自有品牌产品，目前公司产品在教育市场反映良好，市场占有率也领先于其他对手，公司产品也荣获了中国教育装备网 2016 年度推荐产品；公司今年针对会议市场推出的 MAXHUB 与同类产品相比，价格优势非常明显，参考其他品牌商品 2016 年在国外销量超过 10 万台，我们认为公司同类产品有望成为营收的重要来源。
- 4、盈利预测：预计公司 2017-2019 年 EPS 为 2.54 元、3.18 元、3.78 元，首次覆盖给予“增持”评级。
- 5、风险提示：MAXHUB 销售不及预期；公司交互智能平板上游原材料涨价，压低公司毛利率。

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8238	11300	14000	17000
收入同比(%)	37%	37%	24%	21%
归属母公司净利	742	1024	1283	1526
净利润同比(%)	109%	38%	25%	19%
毛利率(%)	20.8%	21.2%	21.4%	21.2%
ROE(%)	59.6%	35.9%	32.7%	29.4%
每股收益(元)	1.84	2.54	3.18	3.78
P/E	40.22	29.13	23.25	19.55
P/B	23.97	10.47	7.60	5.74

发布时间：2017 年 7 月 4 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	101.50/22.73
上证指数/深圳成指	3195.91/10535.05
50 日均成交额(百万元)	169.83
市净率(倍)	14.74
股息率	0.56%

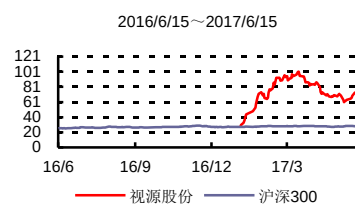
基础数据

流通股(百万股)	40.50
总股本(百万股)	403.50
流通市值(百万元)	3016.04
总市值(百万元)	30048.65
每股净资产(元)	3.09
净资产负债率	66.25%

股东信息

大股东名称	黄正聪
持股比例	12.02%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员：	常格非
执业证书编号：	S0020511030010
电 话：	021-51097188-1925
电 邮：	changgefey@gyzq.com.cn
地 址：	中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 (230000)
研究助理	钱德胜
执业证书编号	S0020115100001
电 话	021-51097188-1821
电 邮	qiandesheng@gyzq.com.cn
地 址	中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 (230000)

目 录

第 1 部分 公司概况	3
第 2 部分 液晶显示主板市场：稳中有增.....	5
2.1 公司产品市场占有率逐年提升.....	6
2.2 智能电视主控板业务成长空间较大.....	6
第 3 部分 交互智能平板	7
3.1 教育信息化大趋势未改，公司产品市占率遥遥领先	7
3.2 积极布局会议市场	9
第 4 部分 公司围绕核心技术积极布局未来	10
第 5 部分 估值分析	11
第 6 部分 风险提示	11

图 表 目 录

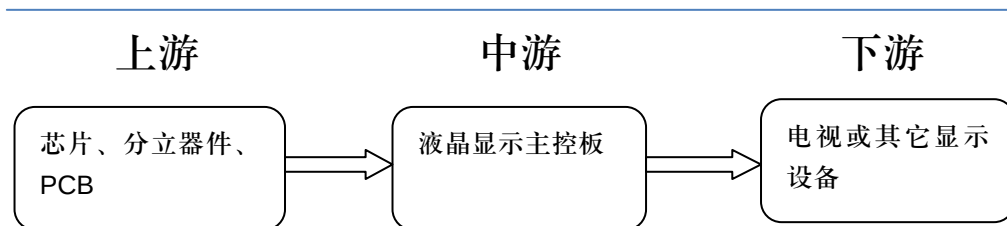
图表 1：液晶显示主板行业上下游	3
图表 2：公司产品——液晶显示主控板	4
图表 3：公司产品——交互智能平板	4
图表 4：公司 2016 年营收构成（万元）	5
图表 5：公司产品在营收中比例变化	5
图表 6：不同品牌液晶电视出货量（万台）	6
表格 1：视源股份液晶显示主控板出货量（万片）及市占率.....	6
图表 7：投影式电子白板（左）和交互式智能平板（右）	8
图表 8：投影式电子白板和交互式智能平板销量（万台）及增速	8
图表 9：视源股份 MAXHUB 报价	10
图表 10：公司 2016 年控股或参股公司	10

第 1 部分 公司概况

广州视源电子科技股份有限公司（以下简称视源股份）前身是广州视源电子科技有限公司，成立于 2005 年，于 2011 年转制为股份有限公司，公司股票于 2017 年 1 月 19 日在深圳证券交易所上市。公司成立早期主营业务是 TV 液晶显示主板的研发和销售，液晶显示主板应用于各种功能的液晶电视，包括传统的模拟电视、数字电视和带有丰富多媒体网络娱乐功能的智能电视。除应用于液晶电视外，公司产品还应用于其他液晶显示产品，如监视器、数字标牌和交互智能平板等。2009 年，公司以液晶显示主控技术为基础，结合多点触控交互技术、数字信号处理技术和计算机软硬件技术，开发出具有自主知识产权的集电视、电脑、电子白板等功能于一体的交互智能平板。目前这两块业务是公司营收和利润的主要来源。

液晶显示主控板是液晶显示产品的核心部件之一，承载着显示驱动、信号处理和控制电路等重要功能，其性能会影响到液晶显示产品的图像质量、画面流畅程度、音视频效果等指标。

图表 1：液晶显示主板行业上下游



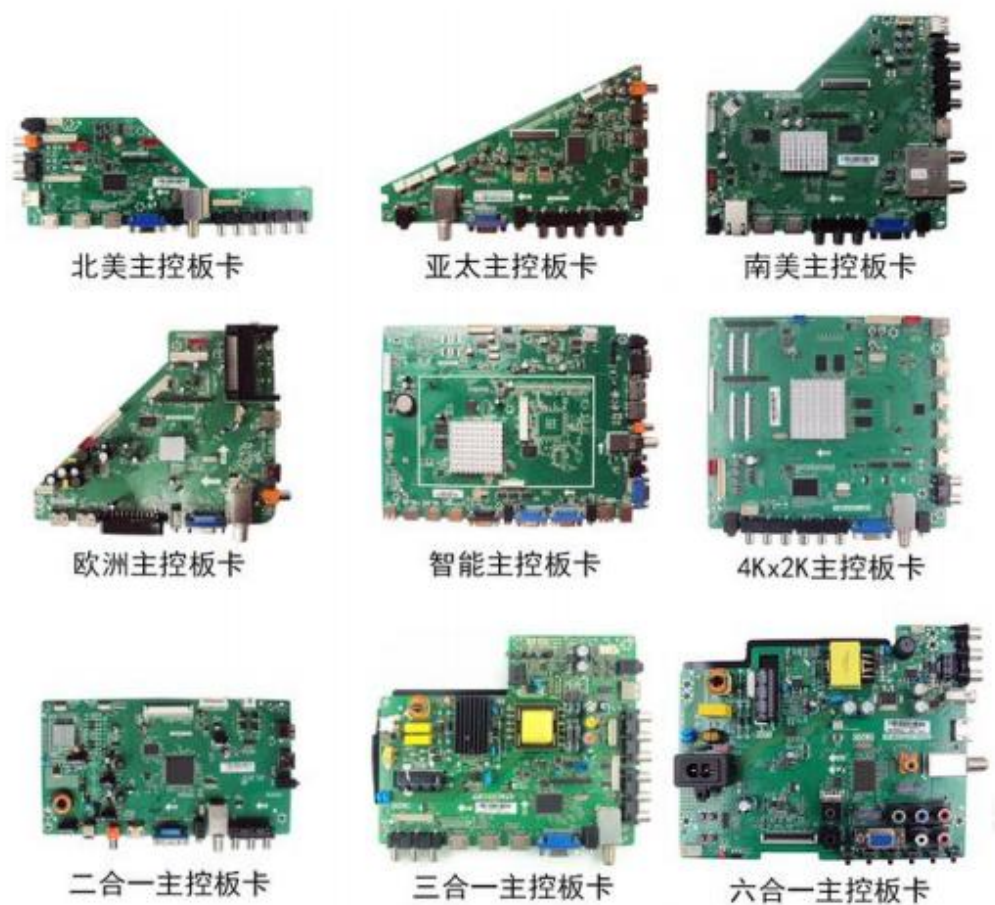
资料来源：国元证券研究中心

作为液晶电视整机上游产业，生产液晶显示主控板的企业有三类：1、拥有完整产业链的大型品牌企业，以三星电子、LG 电子为代表；2、为品牌厂商提供设计、生产服务的 OEM、ODM 厂商，以富士康、纬创资通、冠捷科技等为代表；3、为前面两类企业提供快速研发设计与生产服务的专业液晶显示主板供应商，以视源股份、深圳金锐显数码科技有限公司等为代表，视源股份已经发展成为全球领先的液晶显示主控板卡供应商，深圳金锐显已于 2015 年 11 月成为达华智能（002512）全资子公司。

根据 WitsView 公司数据，2016 年全球液晶电视出货量为 2.19 亿台，视源股份 2016 年液晶电视主控板销量为 5,967.90 万片，按照电视和主控板 1:1 的关系，公司产品市场占有率 27.3%。公司的产品已应用于 TCL、海信、海尔、康佳、长虹、创维、乐视、小米、微鲸、Vizio、夏普、东芝、松下等公司的产品。

公司另一主要产品——交互智能平板属于一款集成产品（图 3），这是一款通过触控技术对显示在平板（LCD、LED、PDP）上的内容进行操控和实现人机交互操作的一体化设备，目前公司产品主要应用于教育和会议两个市场，市场上提供这类产品的企业主要有两类：1、传统的电视厂商，包括创维、长虹等；2、依托自身的软硬件技术优势为客户提供专业化的整体解决方案供应商，包括视源股份和北京鸿合盛视数字媒体技术有限公司等。公司 2016 年交互智能平板销量为 288,289 台，位居国内交互平板行业第一。

图表 2：公司产品——液晶显示主控板



资料来源：公司招股说明书

图表 3：公司产品——交互智能平板

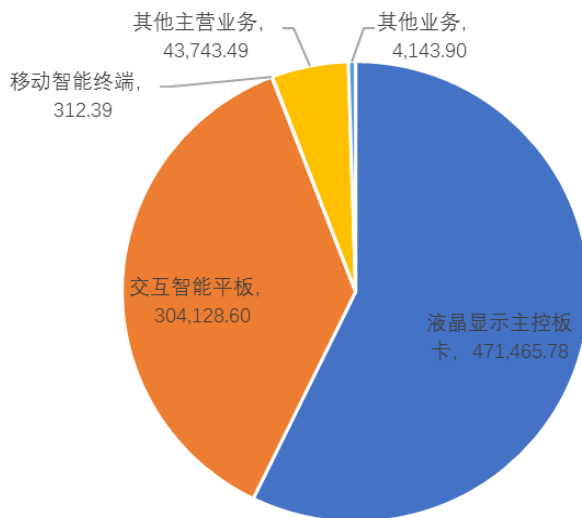


资料来源：公司招股说明书

公司 2016 年营收是 82.3 亿元，其中，液晶显示主控板和交互智能平板两类产品营收分

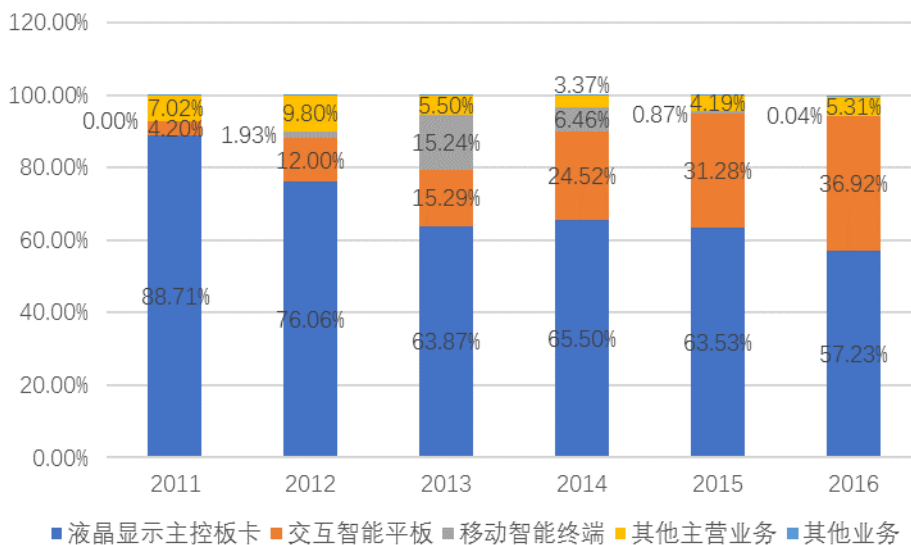
别是 47.1 亿和 30.4 亿，液晶显示主板中以三合一板占比最高，交互智能平板中以 65 寸及以上产品为主。

图表 4：公司 2016 年营收构成（万元）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图表 5：公司产品在营收中比例变化



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

第 2 部分 液晶显示主板市场：稳中有增

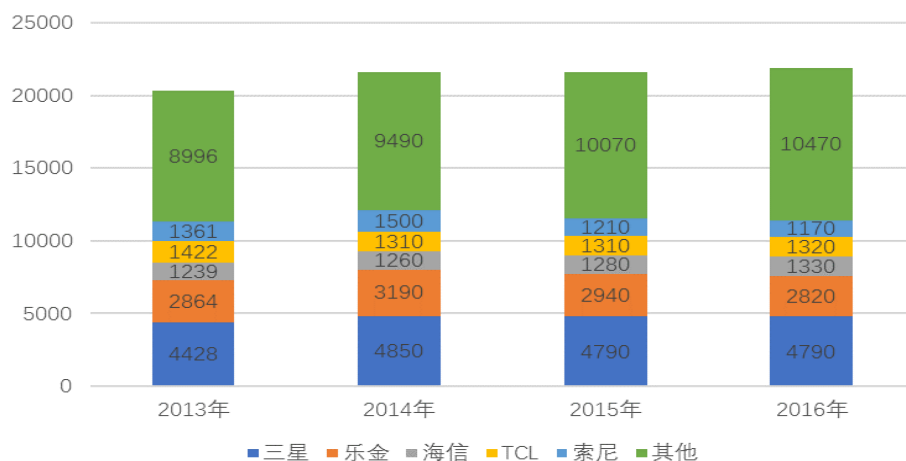
液晶显示主板市场是在液晶电视取代传统的 CRT 电视进程中诞生的一个市场，早期只有一线品牌厂商能够完成从上游原材料到终端电视机的生产，众多二线品牌缺乏足够的资

金和相应的技术，视源股份正是在这样一个大背景下进军液晶显示主板市场。

2.1 公司产品市场占有率逐年提升

公司产品的下游市场——液晶电视出货量最近几年相对稳定，根据 WitViews 数据，2013 至 2016 年液晶电视出货量稳定在 2.0 至 2.2 亿台，各品牌厂商的市场份额变化不大，第一二名分别是韩系厂商三星和 LG，中国厂商海信和 TCL 紧随其后，以索尼为代表的日系厂商的市场份额在逐年下滑（图 6）。尽管整个下游市场保持稳定，但公司产品的出货量却年年攀升（表 1），目前除了韩国三星、LG 和日本的 Sony 三家品牌，这三家坚持产品自制，其他品牌厂商均是公司的客户。**LG 现在已经开始对外采购液晶显示主控板产品，公司已经拿到了相关订单，从专业分工和成本控制的角度，三星未来很大可能会放弃自制而对外采购相关产品，而视源股份作为行业龙头，未来公司的产品市场占有率有望继续提升。**

图表 6：不同品牌液晶电视出货量（万台）



资料来源：WitViews，国元证券研究中心

表格 1：视源股份液晶显示主控板出货量（万片）及市占率

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
出货量	2717.38	3675.17	5217.9	5967.9
市占率	13.38%	17.01%	24.16%	27.25%

资料来源：国元证券研究中心

2.2 智能电视主控板业务成长空间较大

相对于非智能电视，智能电视搭载了操作系统，用户在欣赏普通电视内容的同时，可自行安装各类软件，智能电视给用户带来了更加丰富的内容和更好的体验。从非智能电视

过渡至智能电视，早期消费者已经购买了非智能电视，他们会选择额外购买一个电视盒子，现在他们会直接购买一台智能电视。从供给端来看，早期主要是互联网品牌（如小米、乐视）主推智能电视，现在传统的电视厂商都在力推自主品牌的智能电视，根据中怡康的数据，2015 年智能电视零售量的渗透率是 72.3%，在 55 英寸及以上的大尺寸产品中，渗透率更是达到了 96.2%。

相对于非智能电视，智能电视液晶显示主板的价格也更贵，根据公司竞争对手（深圳金锐显）的数据，智能电视和非智能电视主板在 2015 年的均价分别是 219.5 元/73.5 元，主要是因为智能电视板卡上需要增加内存条。目前视源股份智能电视板卡销量占整体销量接近 10%，与行业渗透率数据相差太远，也落后于竞争对手金锐显，我们认为这和公司谨慎的财务政策有关，公司要求客户在下订单时预付部分货款，发货之前付清剩余货款，对于不愿预付货款的客户公司通过与供应链公司的合作实现间接对其销售。未来我们看好公司会充分受益于下游智能电视的全面普及，主要是从以下三个方面考虑：

- ◆ 智能电视是在非智能电视的基础上增加了某些功能，相当于非智能电视的一次系统升级。公司之前已经确立了液晶电视上游零部件的行业龙头地位，行业口碑、和下游电视机产商的合作关系、研发能力会为公司销售智能电视液晶显示板卡带来极大便利。
- ◆ 公司的下游客户包括 TCL、海信、海尔、康佳、长虹、创维、乐视、小米、微鲸、Vizio、夏普、东芝、松下等，涵盖了大部分电视厂商，公司 2016 年向前五大客户销售金额占全年销售总额比例是 15.52%，未来智能电视全面取代非智能电视是整个行业的趋势，公司不存在被下游非智能电视厂商绑定生产的情况。
- ◆ 公司主要是从事相关产品的设计、研发与销售，产品的制造都是采用外协加工的方式，2016 年公司拥有技术人员 1297 人，占公司总员工数的 63.39%，以后针对产品的升级和更换，公司不需要投入资金更换生产线，从而避免了固定资产的大额投入。

2016 年公司这类产品的营收 47.14 亿元，毛利率 14.82%，产品均价 76.44 元/片。未来随着智能电视液晶显示主板的销量占比提升，公司这类产品的平均单价会明显提高，对公司的营收有较大的拉动作用。

第 3 部分 交互智能平板

交互智能平板是一款集成了电视、电脑、投影仪、触控屏和电子白板等产品功能的产品，适用于群体沟通场合，集中解决了会议中远程音视频沟通，各种格式会议文档高清晰显示，视频文件播放，现场音响，屏幕书写，文件标注、保存、打印和分发等系统化会议需求；同时还内置电视接收功能和环绕声音响，在工作之余还可满足视听娱乐需求。广泛应用于教育教学、企业会议、商业展示等领域，可有效改善沟通环境、提升群体沟通效率。

3.1 教育信息化大趋势未改，公司产品市占率遥遥领先

2010 年 5 月，国务院常务会议审议并通过《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020 年）》，提出加快教育信息基础设施建设，把教育信息化纳入国家信息化发展战略，我国教育信息化进入了一个新的历史阶段，《教育信息化十年发展规划（2011-2020 年）》正式发布和首次全国教育信息化工作会议召开后，推动我国教育信息

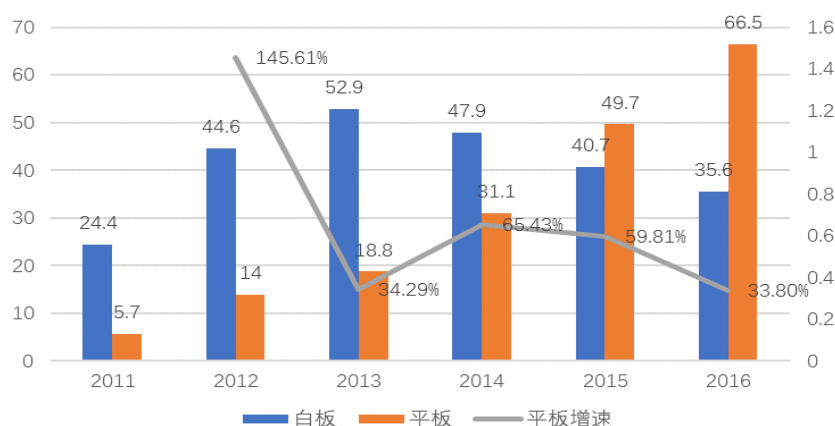
化走进了快车道。电子白板作为教育信息化的主要载体，在 2011 年以后呈现出极快的增长势头，目前整个电子白板（IWB：Interactive White Board）市场包括传统的投影式电子白板和交互式智能平板（图 7），前者主要是通过投影仪将电脑上的画面投影至白板上，后者则是有一块完整的显示屏直接显示。与投影显示技术主导的传统电子白板应用体系比较，交互智能平板以其独特的优势更适合于实际教学中的体验应用，如显示性能上的分辨率更高、色彩鲜艳、抗环境光能力更强等特点，随着平板显示器的尺寸可以做的更大，大尺寸液晶显示屏的价格走低，传统电子白板在大尺寸市场的优势已经渐渐在消失，根据奥维云网的统计数据，投影式电子白板每年的销售量逐年走低，其在 2015 年的销量已经低于交互式智能平板的销量，后者在 2016 年的增速达到 33.8%（图 8）。

图表 7：投影式电子白板（左）和交互式智能平板（右）



资料来源：百度照片、国元证券研究中心

图表 8：投影式电子白板和交互式智能平板销量（万台）及增速



资料来源：奥维云网、国元证券研究中心

根据《中国教育统计年鉴 2015》提供的数据显示，2015 年中国小学拥有班级 2,569,847 个，学前教育拥有班级个数是 1,460,469 个。假设每个教室都配置一块交互智能平板，目前该产品在小学和学前教育班级的渗透率是 58.5%，如果按照小学和学前教育班级对交互智能平板的需求占整个市场需求的 40%来估计，那么交互智能平板在整个市场的渗透率仅有 23.4%，未来依然有较大的增长空间。

视源股份正式在国家教育信息化背景下，积极推广自有品牌——希沃系列产品，目前市场反馈良好，公司产品销量每年都在增加，2016 年公司交互智能平板销量为 288,289 台，

位居国内交互平板行业第一，并且公司产品是中国教育装备行业协会 2016 年度推荐产品。这类产品给公司贡献的营收由 2015 年的 18.8 亿元增加至 2016 年的 30.4 亿元，对应的毛利率也由 2015 年的 24.97% 上升至 29.26%。

3.2 积极布局会议市场

视源股份早在 2009 年曾尝试推广会议市场相关产品，但是早期由于市场环境不成熟，消费者对产品认知度不高，视源股份便转向了教育市场，最近全球电脑操作系统行业龙头——微软于 2015 年 9 月 1 日正式发布 Surface Hub（后来由于种种原因，发售时间推迟至 2016 年 1 季度），Surface Hub 有 84 英寸和 55 英寸两个屏幕尺寸，其中 55 英寸版 Surface Hub 的屏幕为 1080P 分辨率、84 英寸版 Surface Hub 的屏幕分辨率为 4K。两者的屏幕都支持最多 100 点的触控；价格方面，55 英寸版 Surface Hub 的价格为 8999 美元（约合人民币 58611 元），84 英寸版的售价为 21999 美元（约合人民币 143281 元）。微软 2016 年 Surface Hub 销量超过 10 万台，营收也超过 10 亿美元。

视源股份于 2017 年 3 月 28 日在京召开发布会，推出了 MAXHUB 的高效会议平台，试图打破许多企业会议低效的现状。MAXHUB 的市场定位是高端会议，它的出现主要是取代现有会议经常使用的投影仪，与后者相比，MAXHUB 具有以下优点：

- ◆ 高端电容屏，近乎真实的触摸书写体验。MAXHUB 可精准识别手与笔的操作，笔写时不受手掌及其他物体的干扰，沿袭了用户笔写习惯；而且它还支持多点触摸和双笔同时书写，让团队协作更便捷高效。此外，MAXHUB 旗舰版采用了高端电容屏，给人的感觉更加轻巧，灵敏。屏幕采取的是 4K 分辨率，屏幕内容清晰可见，令潜藏在细节中的智慧“无所遁形”，防眩光的工艺处理也避免了“眩光”对人眼的伤害。
- ◆ 即时手势擦除，人性化的功能体验。有些会议室一般配备的是普通白板，开会讨论时一旦写错，还需要用黑板擦进行擦除，既浪费时间，也中断讨论思路；而使用 MAXHUB 高效的会议平台，笔误内容可即时手势擦除，功能体验非常人性化。
- ◆ 无线传屏，一键投屏：以前开会需要用电脑连接投影仪，接线繁琐往往导致会议文件演示时手忙脚乱，容易出错，甚至存在接口型号不一、接触不良等困扰，而且一堆混乱不堪的线材也十分影响会议室的美观性。MAXHUB 高效的会议平台采取无线传屏技术，电脑连接传屏配件后，即可实现“一键投屏”；同时手机和平板等移动设备也可以无线投屏，极大地提升会议效率及体验。
- ◆ 会议记录，扫码即可保存分享：MAXHUB 高效的会议平台改革了传统会议纸笔记录的方式，与会者讨论时在 MAXHUB 屏幕上书写过的会议记录，只需通过扫码即可保存和分享。
- ◆ 分屏演示：在多人同时演示的场景，MAXHUB 增强版和旗舰版还能满足人们通过分屏展示实现画面对比的需求，可支持多达 4 台电脑的同时分屏演示。
- ◆ 800 万像素双摄像头：MAXHUB 旗舰版与增强版内置两个 800 万像素的摄像头，确保了成像画面的真实性。再加上人脸检测技术，能智能地判断发言者的位置并呈现最佳角度，给参会人员更真实的会议临场感。

公司产品 MAXHUB 于微软的 Surface Hub 相比，价格上存在优势。55 英寸版 Surface Hub 的价格为人民币 58,611 元，84 英寸版的售价为人民币 143,281 元，视源股份目前有四款产品，其中价格最高的是 86 英寸的 MAXHUB，价格只有 49,999 元，远远低于竞争对手。我们认为，该产品在中国市场有很强的竞争力，公司对其客户群体定位明确，未来很有可能给公司带来较大的营业收入。

图表 9：视源股份 MAXHUB 报价



资料来源：京东、国元证券研究中心

第 4 部分 公司围绕核心技术积极布局未来

公司从早期的单一业务——液晶显示主控板卡，发展过程中开发了交互智能平板产品，目前两者在公司营收中的占比分别是 57%、37%，公司目前积累了以音视频和显示部分的控制为核心的技术，公司在发展现有业务的同时，积极布局未来，围绕自己的核心技术拓宽产品线，例如，公司在 2013 年成立了全资子公司广州睿鑫，睿鑫曾和百度、腾讯合作开发了智能童鞋等产品，现阶段在定位服务、时尚首饰、智能家居等领域进行深入研究和开发；公司全资子公司希科医疗专注为医疗技术变革提供有力支持，从智能体温计到输液监护仪，希科的尖端智能技术提高了移动医疗硬件设备的监测精准度和使用便捷度，公司 2016 年年报显示参股或控股公司数量达 17 个。

图表 10：公司 2016 年控股或参股公司

序号	被参控公司	参控关系	直接持股比例
1	广州视睿电子科技有限公司	子公司	100.00
2	广州掌灵信息科技有限公司	子公司	100.00
3	广州视琨电子科技有限公司	子公司	100.00
4	广州六环信息科技有限公司	子公司	100.00
5	广州睿耳声学科技有限公司	子公司	100.00
6	俊荟有限公司	孙公司	70.00
7	广州微乾信息科技有限公司	联营企业	39.00
8	广州镭晨自动控制科技有限公司	子公司	80.00
9	北京希孚科技有限公司	子公司	70.00
10	广州希科医疗器械科技有限公司	子公司	100.00
11	广州鑫翔电子科技有限公司	子公司	100.00
12	视源(香港)有限公司	子公司	100.00
13	广州视臻信息科技有限公司	子公司	100.00
14	厦门视尔沃电子科技有限公司	子公司	80.00
15	广州立知网络科技有限公司	子公司	100.00
16	广州睿鑫电子科技有限公司	子公司	100.00
17	深圳市开视电子科技有限公司	子公司	93.33

资料来源: wind、国元证券研究中心

第 5 部分 估值分析

关键假设:

- 1、公司液晶显示板卡和针对会议市场的推出的交互智能平板维持稳定增长。
- 2、公司针对会议市场推出的 MAXHUB 于 2017 年进入市场，2018 年销售快速增长。

预计公司 2017-2019 年 EPS 为 2.54 元、3.18 元、3.78 元。

第 6 部分 风险提示

- 1、MAXHUB 销售不及预期。
- 2、公司交互智能平板上游原材料涨价，压低公司毛利率。

附录：

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2279	4367	5936	7700	营业收入	8238	11300	14000	17000
现金	1171	2820	3984	5362	营业成本	6526	8900	11010	13400
应收账款	52	129	306	468	营业税金及附加	27	40	49	60
其他应收款	14	19	23	28	营业费用	376	565	725	901
预付账款	17	23	21	21	管理费用	555	756	928	1119
存货	744	1004	1138	1260	财务费用	33	-63	-107	-147
其他流动资产	282	372	464	561	资产减值损失	42	36	37	38
非流动资产	580	572	572	565	公允价值变动收益	70	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	74	80	85	90
固定资产	398	381	363	343	营业利润	823	1146	1442	1720
无形资产	100	105	110	115	营业外收入	31	31	31	31
其他非流动资产	81	85	98	105	营业外支出	5	5	5	5
资产总计	2860	4940	6509	8264	利润总额	849	1172	1468	1746
流动负债	1550	2026	2514	3000	所得税	107	148	185	220
短期借款	0	0	0	0	净利润	742	1024	1283	1526
应付账款	987	1335	1652	2010	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	563	691	863	990	归属母公司净利润	742	1024	1283	1526
非流动负债	61	60	62	62	EBITDA	888	1112	1364	1602
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.04	2.54	3.18	3.78
其他非流动负债	61	60	62	62	主要财务比率				
负债合计	1611	2086	2577	3063	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	3	4	4	4	成长能力				
股本	363	404	404	404	营业收入	37.4%	37.2%	23.9%	21.4%
资本公积	0	693	693	693	营业利润	116.8%	39.2%	25.9%	19.3%
留存收益	879	1754	2832	4101	归属于母公司净利润	109.3%	38.0%	25.3%	18.9%
归属母公司股东权益	1245	2850	3928	5198	获利能力				
负债和股东权益	2860	4940	6509	8264	毛利率(%)	20.8%	21.2%	21.4%	21.2%
现金流量表					净利率(%)	9.0%	9.1%	9.2%	9.0%
单位:百万元					ROE(%)	59.6%	35.9%	32.7%	29.4%
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	ROIC(%)	1610.3%	#####	#####	-722.3%
经营活动现金流	755	939	1190	1411	偿债能力				
净利润	742	1024	1283	1526	资产负债率(%)	56.3%	42.2%	39.6%	37.1%
折旧摊销	32	28	28	29	净负债比率(%)	0.10%	0.07%	0.06%	0.05%
财务费用	33	-63	-107	-147	流动比率	1.47	2.16	2.36	2.57
投资损失	-74	-80	-85	-90	速动比率	0.96	1.63	1.88	2.12
营运资金变动	88	12	60	79	营运能力				
其他经营现金流	-65	17	10	15	总资产周转率	3.35	2.90	2.45	2.30
投资活动现金流	-104	67	72	77	应收账款周转率	286	119	61	42
资本支出	157	0	0	0	应付账款周转率	7.58	7.67	7.37	7.32
长期投资	48	-0	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	101	67	72	77	每股收益(最新摊薄)	1.84	2.54	3.18	3.78
筹资活动现金流	-272	644	-98	-110	每股经营现金流(最新摊薄)	1.87	2.33	2.95	3.50
短期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.09	7.06	9.74	12.88
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	297	41	0	0	P/E	40.22	29.13	23.25	19.55
资本公积增加	-46	693	0	0	P/B	23.97	10.47	7.60	5.74
其他筹资现金流	-524	-90	-98	-110	EV/EBITDA	32	26	21	18
现金净增加额	392	1650	1164	1378					

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间		
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn